

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

【政策解读】不动产抵押贷款债权尽调新规解读

联合资信 结构评级三部 | 王劲蒙 | 韩子腾

2025年3月27日，中国证券投资基金业协会发布了《不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则》等三项自律规则，同时于2019年6月24日发布的《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》（中基协字〔2019〕292号）废止。

本文将《不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则》进行拆解，并结合上海证券交易所以及深圳证券交易所发布的相关业务规则进行分析，为后续不动产抵押贷款债权资产证券化尽调工作提供相关参考。



联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



背景介绍

2025年3月27日，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）发布了《不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则》（以下简称“《不动产抵押贷款债权尽调细则》”，与《债权类资产证券化业务尽职调查工作细则》和《未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工作细则》合称“《尽调细则》”）等三项自律规则，同时中基协于2019年6月24日发布的《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》（中基协字〔2019〕292号）废止。

《尽调细则》全面适配上海证券交易所（以下简称“上交所”）于2022年12月30日发布的《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号——大类基础资产》（上证发〔2022〕165号，以下简称“《上交所指引2号》”）以及深圳证券交易所（以下简称“深交所”）于2024年12月20日发布的《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项》（深证上〔2024〕1104号，以下简称“《深交所指引2号》”）的要求，就资产证券化业务中核心参与方资质、底层资产质量及交易结构等关键环节的尽职调查标准进行系统性优化，为相关管理机构及专业服务机构开展核查工作提供了更为严谨的操作指引和规范框架。

本文对《不动产抵押贷款债权尽调细则》进行拆解并结合《上交所指引2号》以及《深交所指引2号》进行分析并总结归纳，为后续不动产抵押贷款债权资产证券化尽调工作提供相关参考。

一、核心参与方

《不动产抵押贷款债权尽调细则》相较于原有的尽调规则，明确区分了对于原始权益人以及特定原始权益人尽调的要点，明确了对于借款人以及重要现金流提供方尽调的细分核查方式，对增信机构的尽职调查有一定的补充，细化了对于不动产项目运营机构的审核要点并增加了对托管人的尽职调查要点。

原始权益人

相较于原有的尽调规则，《不动产抵押贷款债权尽调细则》明确区分了原始权益人和特定原始权益人¹尽调的侧重点。相较于非特定原始权益人，新规除了明确对特定原始权益人的基本情况、与基础资产相关的业务情况以及资信情况外，还需要重点核查特定原始权益人最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表，核查其主要业务板块的运营情况、经营模式、财务状况以及持续经营能力等板块，以判断其是否符合相应的要求。

¹ 特定原始权益人：业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人。

除此之外，《不动产抵押贷款债权尽调细则》指出需要对特定原始权益人控股股东和实际控制人持有的特定原始权益人股份或者股权权利限制情况；对其他企业的重要权益投资情况，包括主要子公司以及其他有重要影响的参股公司、合营企业和联营企业等；被媒体质疑的重大事项（如有）进行核查。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
<p>第五条（一）基本情况：通过查阅工商登记文件、营业执照、公司章程等材料核查原始权益人的设立、存续情况；评级情况（如有）；股权结构、控股股东及实际控制人；组织架构、公司治理等情况。</p>	基本一致	基本一致
<p>第六条 对特定原始权益人的尽职调查还应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）生产经营情况：生产经营是否符合法律、行政法规、公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定。</p> <p>（二）主营业务情况：通过行业研究、公开查询、业务访谈、查阅最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表等方式，核查主要业务板块运营情况、经营模式、各主要产品或者服务内容和规模；所属行业状况、行业地位、面临的主要竞争状况、能说明其行业地位和经营优势的行业关键指标数据等；与基础资产相关的业务情况，包括经营模式、业务管理制度、风险控制制度、人员配备以及系统支持情况、上/下游情况、获客来源、展业时间、展业规模等。</p> <p>（三）财务状况：通过公开查询、查阅最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表等方式，核查主要财务指标、资本市场公开融资情况、历史信用表现；主要债务情况、授信使用状况及对外担保情况。对于设立未满三年的，核查自设立起的相关情况。管理人应当核查会计师事务所对特定原始权益人近三年财务报告出具的审计意见（成立未满三年的自公司设立起）。会计师事务所曾出具非标准审计意见的，管理人应当核查特定原始权益人董事会（或者法律法规及公司章程规定的有权机构）关于非标准意见审计报告涉及事项处理情况的说明，以及会计师事务所及注册会计师关于非标准意见审计报告的补充意见。管理人应当分析相关事项对特定原始权益人偿付能力的影响。</p> <p>（四）持续经营能力：是否存在重大的经营风险、财务风险和法律风险。</p> <p>（五）资信情况：通过诚信信息文件核查最近三年是否发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为；特定原始权益人及其实际控制人最近三年是否存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或者限制进行融资的情形。管理人应当就上述事项</p>	未提及	未提及

<p>是否影响特定原始权益人进行融资展开核查。</p> <p>(六) 其他情况：控股股东和实际控制人持有的特定原始权益人股份或者股权权利限制情况；特定原始权益人对其他企业的重要权益投资情况，包括主要子公司以及其他有重要影响的参股公司、合营企业和联营企业等；特定原始权益人被媒体质疑的重大事项（如有）。</p>		
<p>第十四条 原始权益人或者实际融资人为房地产企业的， 管理人应当核查其是否存在违反国家宏观调控政策和产业政策的情形。</p>	<p>2.4.10 原始权益人或实际融资人为房地产企业的，最近3年（未满3年的自成立之日起）不存在违反《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》（国办发〔2013〕17号）规定的重大违法违规行为，不存在经国土资源管理部门查处且尚未按照规定整改的情形。</p> <p>2.4.11 原始权益人或实际融资人为房地产企业的，不得将募集资金用于购置土地等相关禁止或限制的用途。房地产企业应当就上述内容作出承诺，管理人应当在计划说明书和相关文件中进行约定和披露。</p>	<p>第四十八条 原始权益人或者实际融资人为房地产企业的，最近三年（未满三年的自成立之日起）不存在违反《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》规定的重大违法违规行为，不存在经国土资源管理部门查处且尚未按照规定整改的情形。</p> <p>第四十九条 原始权益人或者实际融资人为房地产企业的，不得将募集资金用于购置土地等相关禁止或者限制的用途。房地产企业应当就上述内容作出承诺，管理人应当在计划说明书和相关文件中进行约定和披露。</p>

借款人

《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》均指出对借款人的尽职调查工作除了需满足对特定原始权益人的要求外，还需要测算专项计划存续期间借款人经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖情况以核查借款人的持续运营能力；若借款人存在尚未付清的融资性债务、工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析上述负债的偿还是否影响借款人的持续经营。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
<p>第七条 对借款人的尽职调查除第六条列示的内容以外，管理人还应当核查借款人的持续运营能力，测算专项计划存续期间借款人经营现</p>	<p>5.16 管理人应当在测算并在专项计划文件中披露专项计划存续期间借款人经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成</p>	<p>第一百二十四条 借款人应当资质情况良好。借款人存在尚未付清的融资性债务、</p>

金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖情况。借款人存在尚未付清的融资性债务、工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析上述负债的偿还是否影响借款人的持续经营。	本、税费的覆盖情况，并分析其持续运营能力。 借款人存在尚未付清的融资性债务、工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析上述负债的偿还是否影响借款人的持续经营，并在计划说明书中披露。	工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析前述支出是否影响借款人的持续经营，并在计划说明书中披露。
--	---	---

重要现金流提供方²

《不动产抵押贷款债权尽调细则》明确的列举了对于重要现金流提供方的尽职调查的细分核查方式，如通过查阅工商登记文件或者工商信息查询平台获得的相关信息等方式，并提出需要对其基本情况、偿付能力以及资信情况均进行核查。需要注意的是《不动产抵押贷款债权尽调细则》还提出需要对重要现金流提供方的重要子公司的资信情况进行核查，关注其重要子公司最近两年是否存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或者限制进行融资的情形。

另外，《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《深交所指引 2 号》均指出因商业秘密等合理原因较难获取重要现金流提供方经营与财务信息的，管理人应当结合公开可获取的资料核查相关情况。

增信机构

《不动产抵押贷款债权尽调细则》对增信机构的核查要求部分与特定原始权益人部分一致，基本情况中增加了对业务审批或者管理流程、风险控制措施的尽调要求；主营业务情况及财务状况中增加了杠杆倍数（如有）等与偿付能力相关的指标、公司历史代偿情况（如有）的尽调要求。

若增信机构为原始权益人或借款人控股股东或者实际控制人的，还应当核查增信机构所拥有的除原始权益人或者借款人股权以外其他主要资产，以及该部分资产的权利限制情况。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》还强调了若增信机构为融资性担保机构的，不仅需要核查增信机构是否具备相应业务资质，担保率等指标是否满足相关主管部门的监管要求；还增加了其他项目触发担保后的历史履约情况（如有），以及融资性担保机构的担保责任余额、担保责任余额占其净资产的比例、对同一被担保人的担保责任余额占其净资产的比例、对同一被担保人及其关联方的担保责任余额占其净资产的比例等，与《融资担保公司监督管理条例》保持一致。

不动产项目运营机构

《不动产抵押贷款债权尽调细则》细化了对于不动产项目运营机构的审核要点。除包含《上交所指引 2 号》所提到的需要对不动产项目相关业务管理能力，如不动产运营管理资质、同类型不动产项目运营管理经验以及不动产项目处置等方面的审核，

² 重要现金流提供方：现金流预测基准日基础资产或者底层资产现金流单一提供方按照约定未支付现金金额占基础资产未来现金流总额比例超过 15%，或者该单一提供方及其关联方的未支付现金金额合计占基础资产未来现金流总额比例超过 20%的现金流提供方。

还增加了对不动产项目运营机构的基本情况、经营情况及财务情况、资信情况的核查。另外，还补充了对利益冲突防范措施的核查，即向其他不动产项目提供运营管理服务的，是否采取了避免可能出现的利益冲突的措施。

其他核心参与方

《不动产抵押贷款债权尽调细则》相较于其他指引增加了需要对托管人的情况进行核查。

对于托管人的尽职调查应当包括但不限于对托管人的资信情况以及托管业务的相关情况，如托管业务资质、托管业务管理制度、业务流程以及风险控制措施等。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》中对于实际融资人的核查标准与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》基本保持一致，即实际融资人为房地产企业的，应当核查其是否存在违反国家宏观调控政策和产业政策的情形；实际融资人与原始权益人不属于同一主体的，管理人应当按照关于原始权益人的尽职调查内容对实际融资人进行核查。

二、基础资产

《不动产抵押贷款债权尽调细则》对于基础资产的尽调要求与现有的指引基本保持一致，增加了对于关联交易历史支付情况的核查以及对于经营合同的尽职调查要求。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》中对于不动产项目基础资产的要求基本一致，如不动产项目需要权属清晰，资产范围明确且具有可处置性，并完成了相应的权属登记；不存在抵押、质押等权利限制，或明确解除权利限制的相关安排；关联方租赁交易背景真实、定价公允且依据充分以及关联交易金额和占比情况需合理，不动产项目产生的现金流是否能够覆盖不动产项目运营支出且有盈余，不依赖外部主体补足。

需要注意的是，《不动产抵押贷款债权尽调细则》相较《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》有两个比较重要的补充，第一个为在关联交易方面特别指出了需要对关联交易的历史支付情况进行核实；第二个为增加了对不动产项目经营合同的尽职调查，原则上为经营合同笔数少于 50 笔的资产池采用逐笔核查的方式，不少于 50 笔的资产池应采用抽样的尽职调查方法，且抽样笔数不低于 50 笔，采用抽样尽职调查方法的，管理人应当设置科学合理的抽样方法和标准，并对抽取样本的代表性进行分析说明。对于对基础资产池有重要影响的不动产项目经营合同应当着重进行抽样调查。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
第二十五条 不动产项目最近三年（未满三年的自开始运营之日起）和最近一期存在关联方承租等关联交易的，管理人应当对关联交易进行尽职调查，包括但不限于以下内容： （一）涉及的关联关系，交易背景的真实性，交易是否符合相关法律法规的规定及相	5.5 不动产项目最近 3 年及一期存在关联方承租等关联交易的，关联交易应当符合下列要求： （一）符合相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求； （二）定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价格不	第一百一十三条 不动产项目最近三年及一期存在关联交易的，关联交易应当符合下列条件： （一）不违反相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求； （二）定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价

<p>关公司内部管理控制要求。</p> <p>(二) 定价是否公允, 定价依据是否充分, 与市场交易价格或者独立第三方价格是否存在较大差异, 是否具有商业合理性。</p> <p>(三) 关联交易的金额和占比情况、历史支付情况以及现金流来源于关联方的比例是否合理, 是否影响不动产项目的市场化运营。</p>	<p>存在较大差异, 具有商业合理性;</p> <p>(三) 现金流来源于关联方的比例合理, 不影响不动产项目的市场化运营。</p> <p>管理人应当对前款规定的关联交易进行核查, 分析关联交易的合理性、必要性以及潜在风险, 设置合理有效的风险缓释措施。</p>	<p>格不存在较大差异, 具有商业合理性;</p> <p>(三) 现金流来源于关联方的比例合理, 不影响不动产项目的市场化运营。</p> <p>管理人应当对前款规定的关联交易进行核查, 分析关联交易的合理性、必要性以及潜在风险, 设置风险缓释措施。</p>
<p>第二十八条 管理人对不动产项目经营合同的尽职调查可以采用逐笔尽职调查或者抽样尽职调查两种方法。</p> <p>不动产项目经营合同符合笔数众多、资产同质性高、单笔资产占比较小等特征的, 可以采用抽样尽职调查方法。原则上, 对于不动产项目经营合同笔数少于五十笔的资产池, 应当采用逐笔尽职调查方法; 对于不动产项目经营合同笔数不少于五十笔的资产池, 可以采用抽样尽职调查方法。</p> <p>采用逐笔尽职调查方法的, 应当对每一份不动产项目经营合同展开尽职调查。采用抽样尽职调查方法的, 抽样笔数应当不低于五十笔。</p> <p>采用抽样尽职调查方法的, 管理人应当设置科学合理的抽样方法和标准, 并对抽取样本的代表性进行分析说明。对于对基础资产池有重要影响的不动产项目经营合同应当着重进行抽样调查。</p>	<p>2.1.9 管理人应当按照《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》要求开展尽职调查工作, 尽职调查内容及方法应当符合相关规定。</p> <p>入池资产符合笔数众多、资产同质性高、单笔资产占比较小等特征的, 可以采用抽样尽职调查方法。管理人、证券服务机构应当设置科学合理的抽样方法和标准, 并对抽取样本的代表性进行分析说明。对于基础资产池有重要影响的入池资产应当着重进行抽样调查。</p>	<p>第十五条 管理人和证券服务机构应当按照《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》等相关规定开展尽职调查工作, 尽职调查内容及方法应当符合相关规定。</p> <p>基础资产的资产组合(以下简称基础资产池)符合笔数众多、同质性高、单笔资产占比较小等特征的, 管理人和证券服务机构可以采用抽样尽职调查方法。管理人和证券服务机构应当设置科学合理的抽样方法和标准, 并且对抽取样本的代表性进行分析说明, 对基础资产池有重要影响的入池资产着重进行调查。</p>

三、现金流

《不动产抵押贷款债权尽调细则》相较于原有的尽调规则, 对现金流的尽职调查规则进一步完善, 对于现金流合理性进行了深度补充, 尤其体现在现金流关联交易核查层面, 对于现金流归集机制进行了细化。

现金流合理性

《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》中对于不动产项目现金流的要求基本一致。值得注意的是, 相较于原有的尽调规则, 新规明确现金流进行尽职调查时应当按照实质重于形式原则, 在对于不动产项目现金流基本情况进行尽职调查的同时, 需对其是否具有商业合理性及市场化原则进行密切关

注，主要体现在关联交易层面。若现金流涉及关联方整租，在尽调过程中应当核查分租的现金流情况；若现金流来源于实际融资人及其关联方的现金流占比超过 10%，在尽调过程中应当核查其商业合理性，主要包括实际融资人及其关联方的持续经营、偿债能力以及相关风险缓释措施；若现金流涉及补贴，需核查现金流是否符合市场化原则，不得依赖第三方补贴等非经营性收入，需说明的是根据相关法律法规享有的中央财政补贴，或者在依法依规签订的政府和社会资本合作项目合同中明确约定的地方财政补贴除外。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
<p>第二十九条 管理人在对基础资产、底层资产（如有）现金流进行尽职调查时应当按照实质重于形式原则，核查基础资产、底层资产的现金流是否具备独立、持续、稳定、可预测和可特定化特征。</p> <p>第三十条 管理人应当对不动产项目现金流情况进行尽职调查，包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）基本情况，最近三年和最近一期运营收入、成本支出、相关税金和费用、运营净收益、运营收入、运营净收益增长率及其原因、合理性。</p> <p>（二）是否基于真实、合法的经营活动产生，具有商业合理性，价格或者收费标准符合相关规定（如有）。</p> <p>（三）是否符合市场化原则，不依赖第三方补贴等非经营性收入。根据相关法律法规享有的中央财政补贴，或者在依法依规签订的政府和社会资本合作项目合同中明确约定的地方财政补贴除外。</p> <p>（四）是否持续、稳定、可预测，最近三年（未满足三年的自开始运营之日起）是否出现异常波动。存在异常波动的，管理人应当核查波动原因及合理性。</p> <p>（五）现金流提供方分布和集中度情况，包括来源是否合理分散；直接或者穿透后是否来源于多个现金流提供方；涉及关联方整租的，管理人核查分租的现金流情况。因商业模式或者经营业态等原因，现金流提供方较少的，管理人应当核查重要现金流提供方是否资质优良，财务情况是否稳健。</p> <p>（六）是否存在法定或者约定的限制质押的情</p>	<p>基本一致</p>	<p>基本一致</p>

<p>形。存在 相关限制质押情形的，是否取得相关主体的豁免或者同意。</p> <p>(七) 是否存在质押等权利限制。存在权利限制的，是否明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利负担的相关安排。管理人应当核查可以解除权利限制的相关证明，以及约定的解除权利限制登记手续(如需)的办理时限是否合理。</p>		
<p>第三十一条 来源于实际融资人及其关联方的现金流占比超过 10% 的项目，管理人应当核查其商业合理性，实际融资人及其关联方的持续经营、偿债能力以及相关风险缓释措施。</p>	<p>5.5 不动产项目最近 3 年及一期存在关联方承租等关联交易的，关联交易应当符合下列要求：</p> <p>(一) 符合相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求；</p> <p>(二) 定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价格不存在较大差异，具有商业合理性；</p> <p>(三) 现金流来源于关联方的比例合理，不影响不动产项目的市场化运营。</p> <p>管理人应当对前款规定的关联交易进行核查，分析关联交易的合理性、必要性以及潜在风险，设置合理有效的风险缓释措施。</p>	<p>第一百一十三条 不动产项目最近三年及一期存在关联交易的，关联交易应当符合下列条件：</p> <p>(一) 不违反相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求；</p> <p>(二) 定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价格不存在较大差异，具有商业合理性；</p> <p>(三) 现金流来源于关联方的比例合理，不影响不动产项目的市场化运营。管理人应当对前款规定的关联交易进行核查，分析关联交易的合理性、必要性以及潜在风险，设置风险缓释措施。</p>

现金流归集、分配与结算

《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》中对于不动产项目现金流归集、分配与结算的要求基本一致，如资金隔离情况，现金流归集机制等相关安排；设置合理的基础资产现金流分配流程和分配顺序以及设置合理的基础资产结算支付方式。

需要注意的是，《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》相较《不动产抵押贷款债权尽调细则》的区别在于，基础资产及底层资产的现金流未直接回款至专项计划账户的，原则上归集至专项计划账户的周期应当不超过 1 个月。资产服务机构或管理人指定的机构可以根据专项计划的约定，提高资金归集频率。原始权益人及资产服务机构信用状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，现金流归集周期可以适当延长，但原则上最长不得超过 3 个月。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
<p>第三十六条 对现金流归集的尽职调查，应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）账户设置情况，包括专项计划账户信息；专项监管账户信息（如有）等。</p> <p>（二）资金隔离情况，包括专项监管账户资金是否与借款人和不动产项目运营机构的自有资金进行有效隔离，借款人、管理人和专项监管账户开户行等是否共同签订资金监管协议明确各自监管职责，资金监管相关协议文件是否明确专项监管账户资金划转有关条款，管理人是否能够实时监测专项监管账户资金流入流出情况。</p> <p>（三）归集情况，现金流自产生、归集至分配给投资者期间在各账户之间划转的金额、具体路径、归集频次、归集周期、时间节点安排、资金支取条件、权限及金额等，以及是否建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制等相关安排。管理人应当核查基础资产或者底层资产（如有）产生的现金流是否自专项计划设立日起全额归集至专项计划账户或者管理人有效监管的账户，是否形成资金闭环管理。</p> <p>管理人应当核查基础资产现金流是否由现金流提供方直接回款至专项计划账户或者专项监管账户。若基础资产现金流未能直接回款至专项计划账户或者专项监管账户的，应当核查转付安排的必要性与合理性、现金流混同或者挪用风险的防范措施与持续检查机制以及相应信息披露安排等。</p> <p>借款人的资金因所属集团设置财务公司等原因被集中归集、统一管理的，管理人应当核查资金归集及支取的具体安排，分析相关安排对其自由支配自有资金能力以及自身偿债能力的影响、对破产隔离可能产生的影响。</p>	<p>2.2.7 基础资产及底层资产的现金流回款路径应当清晰明确，管理人应当在专项计划文件中明确专项计划账户设置、现金流自产生至当期分配给投资者期间在各账户间划转的规模、时间节点安排、资金支取条件、权限及规模等。</p> <p>债权类、未来经营收入类资产支持证券的基础资产现金流应当由现金流提供方直接回款至专项计划账户。因债务人分散度高等合理原因，较难变更收款账户，难以直接回款至专项计划账户的，应当由原始权益人督促债务人直接回款至专项监管账户。特殊情形下，基础资产现金流难以直接回款至专项计划账户或专项监管账户的，管理人应当充分披露原因和合理性，揭示资金混同或挪用等风险以及相应的风险缓释措施。</p> <p>专项监管账户资金应当与原始权益人和资产服务机构的自有资金进行有效隔离，禁止资金混同或挪用。原始权益人、管理人和专项监管账户开户行等应当共同签订资金监管协议明确各自监管职责，管理人应当能够实时监测专项监管账户资金流入流出情况。专项监管账户资金原则上仅可划出至专项计划账户；根据专项计划约定确需用于原始权益人日常运营支出的，资产划出应当经管理人同意。</p> <p>基础资产及底层资产的现金流未直接回款至专项计划账户的，原则上归集至专项计划账户的周期应当不超过 1 个月。资产服务机构或管理人指定的机构可以根据专项计划的约定，提高资金归集频率。原始权益人及资产服务机构信用状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，现金流归集周期可以适当延长，但原则上最长不得超过 3 个月。</p> <p>管理人应当结合基础资产类型、现金流结算回款周期、原始权益人和资产服务机构信用状况等，审慎确定现金流归集划转至专项监管账户和专项计划账户的频率。</p>	<p>第二十五条 基础资产、底层资产（如有）的现金流未直接回款至专项计划账户的，现金流自产生至归集进入专项计划账户的时间应当不超过一个月。资产服务机构（如有）或者管理人指定的机构可以根据专项计划的约定，提高资金归集频率。原始权益人和资产服务机构信用状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，现金流归集周期可以适当延长，但原则上不得超过三个月。管理人应当结合基础资产类型、现金流结算回款周期、原始权益人和资产服务机构信用状况等，审慎确定现金流归集划转至专项计划账户的频率。</p>

<p>第三十七条 管理人应当核查专项计划是否设置合理的 基础资产现金流分配流程和分配顺序，是否明确期间收益分配和基础资产处置分配（如有）的流程和顺序、各期分配计划、时间、金额和比例等。</p> <p>专项计划设置回售、赎回或者开放退出机制的，管理人 应当核查行权流程和节点、行权导致资产支持证券提前到期 后的收益分配、偿付等具体安排。</p>	基本一致	基本一致
<p>第三十八条 管理人应当核查基础资产结算支付方式；以外币结算支付的，应当核查是否对外币兑换及相应的汇率风险做出合理安排。基础资产现金流涉及资金跨境的，管理人应当核查是否 取得外汇管理部门同意（如需）。</p>	基本一致	基本一致

四、交易结构

《不动产抵押贷款债权尽调细则》对于交易结构的尽调要求与现有的指引基本保持一致，相较于原有的尽调细则增加了发行规模、期限与基础资产情况相匹配的尽调要求，细化了各项增信措施的有效性。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》《深交所指引 2 号》中对于不动产项目交易结构的要求基本一致，如设置投资者保护机制，包括加速清偿事件、违约事件、提前终止事件、权利完善事件等信用触发机制，以及增信措施等。

需要注意的是，《不动产抵押贷款债权尽调细则》对于交易结构的要求有两个比较重要的补充，第一个为发行规模、期限需与基础资产情况相匹配，主要包括应当结合不动产项目现金流、评估价值、抵押率、所处区位以及项目历史银行贷款等情况核查发行规模是否合理、与基础资产或者底层资产（如有）的规模是否匹配、应当核查专项计划期限设置与不动产项目权属证明文件或者经营权合同剩余期限是否匹配；第二个为各项增信措施有效性方面，若存在增信措施的，应当核查增信合同、合同签署的相关授权、审批等情况，以及各项增信措施的具体内容、启动时间、触发机制、保障内容及操作流程等是否明确，并明确对各项增信措施有效性；若以担保合同或者担保函提供增信的，应当核查担保合同或者担保函是否明确担保金额、期限、方式、范围、各方权利义务关系及违约责任等内容；若同一担保物上已经设定其他担保的，还应当核查已经担保的债务总余额以及抵/质押顺序。

《不动产抵押贷款债权尽调细则》	《上交所指引 2 号》	《深交所指引 2 号》
<p>第三十九条 管理人应当结合不动产项目现金流、评估价值、抵押率、所处区位以及项目历史银行贷款等情况核查专项计划的规模</p>	基本一致	基本一致

<p>是否合理、与基础资产或者底层资产（如有）的规模是否匹配。管理人应当核查专项计划期限设置与不动产项目权属 证明文件或者经营权合同剩余期限是否匹配。</p>		
<p>第四十一条 专项计划存在增信措施的,管理人应当核查增信合同、合同签署的相关授权、审批等情况,以及各项增信措施的具体内容、启动时间、触发机制、保障内容及操作流程等是否明确,并对各项增信措施有效性进行分析。以担保合同或者担保函提供增信的,管理人应当核查担保合同或者担保函是否明确担保金额、期限、方式、范围、各方权利义务关系及违约责任等内容。</p>	<p>基本一致</p>	<p>基本一致</p>
<p>第四十三条 除以不动产项目和底层运营收入为抵押贷款提供抵押和质押担保外,存在其他抵押或者质押担保的,管理人应当通过担保物的权属证明文件、评估报告或者其他可证明担保物价值的文件(如有)、抵质押合同等有关资料 核查以下内容:</p> <p>(一)担保物情况,包括但不限于担保物名称、账面价值、评估价值(如有)、担保范围、担保物评估价值(如有)与所发行优先级资产支持证券面值总额和本息总额的比例、已经担保的债务总额。</p> <p>(二)担保物的登记、保管和相关法律手续的办理情况。</p> <p>(三)后续登记、保管和发生重大变化时的安排与可操作性。</p> <p>同一担保物上已经设定其他担保的,还应当核查已经担保的债务总余额以及抵/质押顺序。</p>	<p>基本一致</p>	<p>基本一致</p>

五、结语

本次中基协发布的《尽调细则》全面适配了《上交所指引 2 号》以及《深交所指引 2 号》的要求,针对资产证券化业务中的交易主体、基础资产、现金流以及交易结构的尽职调查的核心要点做了系统性的迭代以及升级,对资产证券化业务中管理人以及各中介机构开展尽职调查工作有着重要的指导意义。本次《尽调指引》的发布规范了业务操作流程,强化了风险防控能力,增强了市场对资产证券化产品的信心,整体

上有助于推动资产证券化业务更加规范、稳健、可持续地发展。

本文针对《不动产抵押贷款债权尽调细则》与《上交所指引 2 号》以及《深交所指引 2 号》进行分析并总结归纳，为后续不动产抵押贷款债权资产证券化尽调工作提供相关参考。